第12章

わが国ベンチャーキャピタル業界と新技術ベンチャー投資意思決定

1　はじめに

大学，研究機関等の先端研究をベースとしたベンチャー，新技術ベンチャー（New Technology Based Firm：NTBF）は，革新的技術の創出のみならず，経済成長，雇用，さらには，経済システムの競争力強化の観点からも，重要な役割を担っている（Audretsch, 1995; OECD, 2003）。

ベンチャーキャピタリスト（Venture Capitalist：VCist）は，このNTBFsの育成において，NTBFsに固有の長期にわたる研究開発，製品化にかかる膨大な資金の提供（Pfirrmann et al., 1997），また，投資先NTBFsに対するさまざまな支援を通じて，経営のプロフェッショナル化を促す（Bygrave and Timmons, 1992; Hellmann and Puri, 2002）等，投資先NTBFsの育成に貢献しているとされる。米国におけるマイクロソフト，グーグル，オラクル，アムジェン等の急成長NTBFsの背景には，VCistsの存在が指摘される。こうしたNTBFs投資を志向するVCistsによる投資成果は，VCistsに関する国際的な学術研究ならびに経済政策としてのNTBFs育成施策の主流をなすとされる。

Black and Gilson（1998）は，VCistsについて「急成長，ハイリスクで，しばしば製品開発又は成長を支える資本が必要であり，事業の性格上，借金という形より主に株式という形で資本を得るようなハイテク企業投資に特化している（Black and Gilson, 1998: 245）」投資家と述べるとともに，有望NTBFsを見

出し，急成長へと導いた米国VCistsモデルを先進各国が導入しようとしているが，その試みは成功していない（Black and Gilson, 1998）と指摘している。Colombo et al.（2010）は，欧州各国において，1990年代後半以降，米国VCistsのNTBFs投資の成功にならい，NTBFsの創出，成長を促す有効なファーストステップとして，NTBFs育成に資するキャピタル（Venture Capital：VC）支援施策が実施されているが，十分な成果をあげるに至っていないと述べる。

本章は，有望NTBFsを見出し，急成長へと導く（Black and Gilson, 1998）とされるNTBFs投資を志向するVCistsの機能のうち，主要な投資前活動としての投資意思決定に焦点を当てる。後述するが，1990年代以降，わが国のVC業界において，NTBFs投資を志向するVCistsが，業界内に一定の地位を得つつある。本章では，まず，わが国のVC業界におけるNTBFs投資について，業界の形成過程および現況を概観する。そのうえで，VCistsによる投資意思決定について，VCistsの投資スタイル，技術要因，重視する情報と評価手法の論点をもとに考察する。

2 わが国のVC業界

わが国のVC業界の形成過程を概観すると，業界の草創期から，そのほとんどが米国から始まった流れや制度にならい発展したものであることがわかる。米国の中小企業育成会社（Small Business Investment Company）を手本に，公的なVC投資が整備され，米国のリミテッドパートナーシップ（Limited Partnership）を手本に，当時のわが国の法律に適応するように，民法上の組合として，わが国特有の投資事業組合も整備され，これら組織，制度は，時とともに形を変えながら現存している。一方，NTBFs投資を志向するVCistsのさきがけとして，アメリカン・リサーチ・アンド・ディベロップメント（American Research and Development：ARD）にならって設立されたわが国初の民間ベンチャーキャピタルファーム（Venture Capital Firm：VCF）は，設立から8年で解散する。本節では，米国との対比をもとに，わが国のVC業界の形成過程およびその現況について考察する。

2.1　米国のVC業界の形成過程

1946年，NTBFs投資を志向するVCistsのさきがけであり，初の組織的VCFであるARDが米国で設立された。ARDは，1957年のデジタルイクイップメント社への投資で，大成功したことで有名である。デジタルイクイップメント社への投資実績をみると，投資額は7万ドル弱，77％の株式保有であった投資が，13年後の1971年には株式の評価額は5,000倍に高まり，1970年代から80年代に至るVC投資のベンチマークとなった。

1958年には，米国の中小企業の育成を目的に中小企業育成会社法が制定された。これにより，政府から低利融資で資金を調達し，中小企業に投資する中小企業育成会社法に基づく投資会社が数多く設立された。これらの投資会社は，1960年から1962年までに600社近くが認可される等急速に増加したが，1960年代末には300社近くに減少しその活動は縮小した，1960年代後半の米国経済全体の不振，株式公開熱の沈静化，さらには，間接金融と直接金融という性格の異なるものを接続するという制度上の問題も原因とされている（濱田，1996: 37）。

1961年には，今日的なVC投資の原型が形作られた。著名なVCistsの1人であるArthur Rockが，共同経営者のTommy Davisとともに，米国で最初のパートナーシップファンドを設立した（Gupta et al., 2000: 142）。Arthur Rockは，インテルやアップルコンピュータを見出したことでも有名で，「人々の生き方や働き方を変えてしまう製品やサービスの新しいコンセプトをもたらすような企業に投資する」という投資哲学を持っているとされている（Bygrave and Timmons, 1992: 6）。

2.2　わが国のVC業界の形成過程

1963年，わが国では，米国の中小企業育成会社にならって，東京，大阪，名古屋の3つの地域に中小企業投資育成会社がそれぞれ設立された。この3つの会社は中小企業の自己資本の充実を目的に作られた。しかし，国からの低利融資でVC投資を行った米国の中小企業投資育成会社とは異なり，投資育成会社の自己資本で投資を行った。この3つの会社は，その後民営化され，現在では

民間VCFsとほぼ同じ業務を行っている。しかし，設立当初は，自己資本の充足という中小企業の持つ普遍的な問題を意識して設立されたものであり，1970年代に設立された民間VCFsとは，基本的に性格が異なっていた（濱田，1998: 92）とされる。

わが国で初めて投資事業組合が設立されたのは1982年のことで，日本合同ファイナンスによるジャフコ１号である。日本合同ファイナンスの当時の経営陣が，米国を視察し，米国のVCists，VCFsで主流となっていたリミテッドパートナーシップにならい，わが国の民法上の組合を根拠として設立したものである。

一方，1972年には，わが国初の民間VCFが創設された。京都の経済同友会が母体となって設立した京都エンタープライズディベロップメント（KED）である。KEDは，京都の経済団体である京都経済同友会主導で設立された。資本金３億円，初代社長には立石電機の立石一真社長（当時）が就任した。大株主は，京都経済同友会の会員企業を中心に，立石電機，ワコール，京都銀行，京都信用金庫，京都中央信用金庫，京都証券取引所などで，証券，銀行，メーカーの各業界から各10社程度が参加し，各業界がそれぞれ１億円程度を出資した（オムロン株式会社資料）とされる。KEDは，米国のARDにならい，ハイテクノロジーを持った中小企業の育成，京都における知識産業振興（オムロン株式会社社内資料）の役割を担い，NTBFs投資を志向するVCistsとして設立された。初代社長である立石氏は，KEDの設立にあたっての抱負として，「企業育成上，投下資本もさることながら，もっとも大切なことは研究開発する新しい商品，技術，サービスのマーケティング戦略についての助言や経営指導」（日経流通新聞，1972年９月６日付）と語り，ARDと同様に，NTBFs投資を志向するVCFを目指していた。しかし，KEDは，設立から８年後の1980年３月期をもって清算された。その直接の原因は，失敗に終わった投資案件に関して，出資者の正式な了解を得ていなかったとの出資者からの批判が噴出したためとされる。KEDは，出資各社が応分の赤字の補填をして解散した（オムロン株式会社社内資料）。初代社長の立石氏は，清算の理由として，「数多い出資者が全員賛成するような方法では，ベンチャービジネスは育たない」（オムロン株式会社社内資料「京都エンタープライズディベロップメント㈱」）と，清

算に至った要因を総括している。KEDは，資本金３億円に地元企業，金融機関，京都証券取引所等42社が出資者として名を連ねていた。

わが国VC業界の形成過程を概観すると，公的VC，投資事業組合等，政策的支援，制度等については，米国にならい発展を遂げた。一方，NTBFs投資を志向するVCFとして，1972年に設立されたわが国初の民間VCFのKEDは，成果をあげることなく解散した。

3　わが国VC業界とNTBFs投資の現況

3.1　VC業界の国際比較

経済協力開発機構（Organization for Economic Co-operation and Development：以下，「OECD」という）諸国における2012年の年間VC投資額を見ると，米国が26,652.4ドルと突出しており，続いて，わが国が1,553.6ドル，カナダが1,470.1ドル，英国が929.1ドル，イスラエルが867.0ドル，フランスが710.5ドル，ドイツが706.2ドル，韓国が606.9ドル等と続く（OECD, 2013: 89）。わが国は，米国に次ぐ業界規模だが，米国の17分の１以下にすぎない。年間VC投資額を対国内総生産比で見ると，イスラエルが最も高く0.36%，続いて，米国が0.115%となっており，以下，カナダ（0.08%），ハンガリー（0.066%），スウェーデン（0.054%），アイルランド（0.054%），韓国（0.054%）と続く。わが国は0.026%と，フランス（0.027%）よりやや小さく，ドイツ（0.021%）よりやや大きいレベルとなっている（OECD, 2013: 89）。

OECD（2013）が「ベンチャーキャピタル投資は，（中略），イスラエル，米国の例外を除いては，GDPの0.05%から0.02%程度となっている」（OECD, 2013: 88）と指摘するように，人口700万人を超えるレベルながら，ハイテクスタートアップの輩出，VC投資で成功を収めるイスラエルを除いては，米国が，絶対額，対国内総生産比で見ても，他のOECD諸国を圧倒している。VC業界の拡大は，投資先企業の成長がその基礎であり，投資先の成長に伴うキャピタルゲインが業界内における新規投資の原資になる。また，投資先企業が急成長するからこそ，業界外からの新規参入，投資が呼び込まれることとなる。米国の

他国を圧倒する業界規模の背景には，米国のVC投資の好循環（桐畑, 2003）があり，OECD（2013）のデータは，わが国および欧州各国は，こうした好循環が十分に生じていないことを示唆している。

3.2　わが国のVC業界

NTBFs投資を志向したKEDの解散以降，わが国VC業界は，株式公開直前等，すでに成熟している企業に対する投資割合が高く，創業まもない起業家への投資には，あまり積極的ではないとされた（Hamao et al., 2000）。また，ハイテク分野への投資パーセンテージもそれほど高くないことが，わが国のイノベーションシステムにおける課題として指摘されてきた（OECD, 2003, 2008）。投資を業とするはずのVCFsで，ノンバンク的な融資が行われるといった事例もあった。しかし，1990年代後半に，わが国のVC業界は転機を迎える。1990年代後半以降，景気の変動に伴う曲折はあるものの，それ以前と比較すると，わが国のVC業界は，大学発ベンチャーに代表されるインターネット，バイオテクノロジー，ナノテクノロジー等，ハイテク分野，かつ成長初期のベンチャーへ投資し，その育成に力を入れるNTBFs投資を志向するVCists，VCFsが増加傾向にある。財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2012）によると，2010年のわが国のVC投資における新規投資先成長段階別構成比率（金額ベース）は，レイターステージが33.1%，エクスパンションステージが34.4%，アーリーステージが28.1%，シードが4.4%となっている。

わが国のVC投資の新規投資先成長段階別構成比率の変遷を見ると，1990年代後半までは，わが国のVCの投資先は，社歴10年以上の企業が多数を占めていた。しかし，1990年代後半以降，特に，2000年から2003年にかけては，シード，アーリーステージを合わせた新規投資企業への投資割合が60%前後に増加する等，急速に成長初期企業への投資にシフトした。その後，減少傾向となるものの，2010年で見ると，シード，アーリーステージを合わせた新規投資企業への投資割合は30%強のレベルとなっている。1996年には，現在のシードに当たる「設立投資」は3.2%，アーリーステージに当たる「設立後５年未満」は13.8%で，一方，社歴20年以上の新規投資先の割合が37.8%に上っていた（通商産業省, 1996）ことと比較すると，わが国のVC業界では，歴年による増減は

あるものの，成長初期企業への投資に注力する傾向にあることがわかる。一方，わが国のVCの投資先企業の業種を見ると，投資先成長段階と同様に，1990年代後半以降，IT，バイオテクノロジー等，研究開発型ベンチャーへの投資が増加している。財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2012）によると，2010年のわが国のVC投資における投資先企業の業種は，IT関連が31.7%，バイオ／医療／ヘルスケアが13.7%となっている。一方，新規投資先成長段階別構成と同様に，1996年の調査を見ると「その他の卸売業，小売業（商社を除く）」が最も多く，「その他製造業」「一般機械機器製造業」「貸金業，投資業等非預金信用機関」と続き，食品，建設等従来型業種へも幅広く投資がなされていた。

わが国のVC業界の歴年データを概観すると，1990年代後半までは，成長後期，従来型産業への投資が主流となっていたが，1990年代後半以降，アップアンドダウンはあるものの，VC業界の主流として，NTBFs投資を志向するVCists，VCFsが多数存在し，定着してきていることがうかがえる。

4　投資意思決定と投資スタイル，技術要因，重視する情報，評価手法

本節では，VCistsによる投資意思決定について，VCistsの投資スタイル，技術要因，重視する情報と評価手法の論点をもとに考察する。

4.1　投資スタイル

Bygrave and Timmons（1992）は，新技術等をベースとした高い市場潜在性を有するスタートアップ，成長初期ベンチャーに投資し，その育成を目指すVCistsを，クラシック・ベンチャー・キャピタル（Classic Venture Capital：以下「CVC」という）と呼ぶ。CVCの起源は，1946年に誕生した米国で最初の組織的なVCFであるARDとされ，ARDは，1990年代以降，ポテンシャルの高いハイテクベンチャーを見出し，その投資先にリードインベスターとして積極的に関与したとされ，NTBFs投資を志向するVCistsのさきがけとなった。

米国では，1980年代以降，VC業界が規模を拡大するにつれ，リードインベ

スターとなり投資先ベンチャーを積極的に支援するという投資手法を採らず，資金提供者としての役割のみに徹するマーチャント・ベンチャー・キャピタル（Merchant Venture Capital：MVC）と呼ばれるVCistsが増加したとされる（Bygrave and Timmons, 1992）。Bygrave and Timmons（1992）は，CVCについて，MVCとの対比をもとに，投資対象，戦略，投資後活動の視点から論じている。投資対象，戦略では，CVCが，新技術等をベースとした高い市場潜在性を有するスタートアップ，成長初期ベンチャーに投資し，リードインベスターとなることを目指す一方，MVCは，マネジメントチーム，市場潜在性をあまり考慮せず，成長後期企業，マネジメントバイアウト，割安の公開株をも対象とし，コ・インベスターとしての立場に留まると指摘する。投資後活動については，CVCは，企業価値を高めることに注力するのに対して，MVCは，金融工学面での支援に留まり，短期的な利益に固執するとされる（Bygrave and Timmons, 1992：291-292）。

ポートフォリオ論によれば，株式の投資利益率の変動は，個々の企業に作用する独自の要因に基づく部分と，すべての企業に共通に作用する要因に基づく部分とに分解される。前者を個別リスク，後者を市場リスクというが，可能な限り多数の銘柄を組み合わせてリスク分散を行うと，後者は残るものの，前者は大幅に削減させることができる（Brealey and Myers, 2000）。MVCが採るコ・インベスターという投資戦略は，ポートフォリオ論に基づく分散投資戦略といえる。MVCの分散投資戦略は，馬が死ぬ前に馬を売る（Bygrave and Timmons, 1992: 292）と形容されるように，いくつかの案件に分散して投資し，予想どおりの成果を上げうる見込みのない案件からは速やかに撤退するとされる。一方，CVCの採るリード・インベスターという投資戦略は，集中投資戦略といえる。ポートフォリオ論においては，他のすべてが同じ条件だとすれば，十分に分散されていないポートフォリオのリスクは，十分に分散されたポートフォリオよりも高い。ポートフォリオが，たとえば特定の成長段階や産業により集中されればされるほど，投資の結果は，より強い関連性をもつことになる。しかし，CVCは，投資後活動に積極的であるがゆえに，VCists 1 人当たりで見た場合，当然，投資先数は限られることになる。CVCの集中投資戦略は，資源ベースアプローチによって支持される。資源ベースアプローチのコンテク

ストによると，企業の業績は主として企業の資源の異質性と固定性に依存する（Manigart et al., 2002; Barney, 1991など）。集中投資戦略を採るCVCは，ポートフォリオ論に基づくリスク分散を超え，VCistsの高いレベルの投資先選定能力が要求されることになる。

4.2　技術要因

Pfirrmann et al.（1997）は，NTBFsについて，「複合的なイノベーション事業を遂行しており，したがって高いイノベーションリスク（技術の実現，マーケティング）とビジネス・リスク（企業の破産）を背負っている。NTBFsには，流動性を有する長期に利用が可能な資本への高い需要がある。企業のリスクや将来の発展と同じように，必要な資本の総額を予想することは投資家にとって，特に金融機関にとって難しい。実物資産がないことと同時に，このことは，銀行がNTBFsの初期の発展局面に出資することを躊躇することを意味する。イノベーションがうまくいかない，あるいは，競争者に先行することから得られた比較優位が喪失してしまうという危険があるために，資金問題に対処するのに必要とされる資本注入は，実際には縮小することはなく，むしろ長期にわたって拡大していく」（Pfirrmann et al., 1997: 21）と指摘し，NTBFsのリスクについて，「ビジネスリスク（企業の破産）」，「イノベーションリスク（技術の実現，マーケティング）」「ファイナンシャルリスク」を指摘している。

このうち，「イノベーションリスク（技術の実現，マーケティング）について，Baum and Silverman（2004）は，「新技術は特に危険が大きく，リスクが高い」（Baum and Silverman, 2004: 415）と述べたうえで，その理由として，新技術をベースとしているがゆえに市場が未成熟かつ予見不可能，さらに，新技術は，陳腐化が激しいことをその理由として挙げる。桐畑（2005）は，有望な新技術領域の1つであるナノテクノロジーにおいて，フラーレン，カーボンナノチューブ等有望な技術が次々と開発されていることを例に挙げ，新技術領域における，陳腐化の速さ，素材や製造機器までも含めた競争の激しさを述べ，新技術をベースとした事業のリスクの高さを指摘している（桐畑, 2005: 57-59）。また，「ファイナンシャルリスク」について，秦・東出（2000）は，情報

通信，バイオテクノロジー，ナノテクノロジー等の新技術に基礎を置くNTBFsへの投資について，「変化の激しい市場で短期間に一気に事業を立ち上げるためには，人材のみならず資金も当初に大量に投じる必要が出てくる。そのためにファイナンシャルリスクはますます高くなる」（秦・東出, 2000: 137）としたうえで，「革新性の高いベンチャーの方が成長性は高く，したがって成功すれば高い投資収益が期待できる」（秦・東出, 2000: 148）と指摘する。長谷川（2004）は，米国のVCistsを例に「ハイテク型企業（バイオテクノロジー，ナノテク，IT等）の場合，従来型企業に比べて初期先行投資が重く，いわゆる『死の谷』を克服する」（長谷川, 2004: 154-155）必要性を指摘し，新技術領域のベンチャー投資においては，基礎となる技術が新技術であればあるほど，初期の段階から，多額の資金を必要とすると述べている。

Baum and Silverman（2003）は，VCistsによるカナダのバイオテクノロジー企業投資について，その成功の要因はVCistsがそもそも優良な企業家を選抜したのか，それとも投資後の支援が要因なのかについて分析を行っている。まず，テクノロジースタートアップの評価にあたっての主要な潜在性分析において，連携資本（Alliance Capital），知的資本（Intellectual Capital），人的資本（Human Capital）の３つからなるフレームワークを提示したうえで，「VCistsは，優れた技術（および関係）を『スカウト』するというのと，経営スキルを注ぎ込むことによって『コーチング』するということの，両方の論理の組み合わせによって，資金提供するスタートアップを選ぶ」（Baum and Silverman, 2003 : 431-432）と指摘する。

4.3 重視する情報と評価手法

Zacharakis and Meyer（2000）は，VCistsの投資意思決定は，スクリーニング，デューディリジェンス，交渉の３つのプロセスからなると指摘したうえで，先行研究をベースにVCistsが投資意思決定にあたって根拠とする要素について，「起業家/経営陣の能力」，「製品/サービスの代替可能性」，「市場/競争条件」，「ベンチャーが成功した場合における潜在的なリターン」の４つに分類できるとする。そのうえで，「起業家/経営陣の能力」とは，経営のスキル・経験，ベンチャーの従業員，経営陣の出資比率，個人的な動機，起業家の個性，「製

品/サービスの代替可能性」とは，製品特性，製品の差別化，特許，成長可能性，市場の受容性，試作品，「市場/競争条件」とは，市場規模，市場成長率，参入障壁，競争における脅威，新市場創造，「ベンチャーが成功した場合における潜在的なリターン」とは，財務面の特徴，キャッシュアウト方法，想定ROI，想定リスク，株主資本比率，投資家条項，投資規模，流動資金を挙げている。

Manigart et al.（2000）は，米国，英国，フランス，ベルギー，オランダの5ヵ国におけるVCFsの投資前の評価に用いる情報と評価手法について実証研究を行い，重視する情報については，米国，英国，ベルギーとオランダでは，自社のデューディリジェンスリポート，フランスでは事業計画（計画全体の首尾一貫性）を最も重視している。また，重視する評価技法では，米国は，EBIT（税引前利益）マルチプル，英国は株価収益率（P/E）マルチプル，ベルギーとオランダでは将来キャッシュ・フローの割引，フランスでは，潜在的投資先に対する価格請求の試みへの反応が活用されていると指摘している。そのうえで，Manigart et al.（2000）は，VC市場の発達のレベルと支配的なコーポレートガバナンスメカニズムを軸に，「フランスのようなネットワークベースの国々においては，米国，英国のようなマーケットベースの国々におけるよりも，起業家の個性，経営陣およびその知人が提供した情報がより重要となる。米国，英国のように歴史のあるVC市場における投資家は，自己のデューディリジェンスリポートおよびマーケットリポートにより大きく依存する」（Manigart et al., 2000: 401）と指摘する。その一方，「発達した資本市場の国においては広く用いられていると考えられている株価収益率は，英国においては最重要であるが，米国においてはそうではない」（Manigart et al., 2000: 401）とVC市場の発達のレベルと支配的なコーポレート・ガバナンス・メカニズムを軸に解釈できない相違点についても指摘している。

Ray and Turpin（1993）は，日米のVCistsの投資意思決定について分析を行い，米国のVCistsはわが国に比べて評価が厳格である一方，わが国のVCistsはより直感を働かせる，と述べたうえで，わが国のVCistsは，米国のVCistsと比較して，投資意思決定に際して，起業家の能力，とりわけ新しい市場を開拓できるのかどうかについて重視していると指摘する（Ray and Turpin, 1993:

53-55)。西澤（1998）は，わが国のVCistsを対象とした研究をもとに，VCistsは，投資決定に際して，起業家の能力判定に時間をかけ，事業計画書の検討，過去の経験，実績調査はもとより，企業内外での起業家との面談，関係者の評価等，多面的な判断情報を得ようと試みる。だが，どれだけ時間をかけようと，その経営能力を正しく判断することはきわめて難しい。現実的には，過去の投資経験から得られた成功した起業家との類似性を基礎に，直感的な判断を下しているのが実情である。これを的確に行うには，過去の経験の蓄積が不可欠であるとされる（西澤，1998: 180）と述べ，ベンチャー企業投資には，起業家の経営能力という特別な判断が必要であると指摘する。秦・上條（1996）は，わが国のVCistsの審査は，「アメリカと違って，成長性というよりも，通常は初回投資から４～５年内の株式公開の可能性の程度に最も注意を払っている」（秦・上條，1996: 133）と述べたうえで，その理由として，日本のベンチャーキャピタルの場合，現状では，IPO後の市場での持ち株売却が唯一の「出口」，すなわち資金回収手段であること，日本の場合，成長性の乏しい企業であっても，株式公開の基準をクリアしさえすれば，公開が比較的容易であること（秦・上條，1996: 133）を指摘している。

長谷川（2004）は，VCistsとしての自らの実務経験をもとに，VCistsの投資意思決定について，「ベンチャー企業のバリュエーションをする場合，純資産方式や類似業種・会社比準方式，配当還元方式，割引キャッシュフロー方式（DCF方式），ベンチャーキャピタル方式，ファーストシカゴ方式，マルチプル方式，等多数の方式がある。（中略）日本の場合は，一般的に純資産方式や類似業種・会社比準方式で評価する割合が高い」（長谷川，2004: 10）と述べたうえで，「そもそも企業継続を中心に考えている中小企業と，急速な成長を考えているベンチャー企業とではバリュエーションの考え方も変わってしかるべきであるが，未だに中小企業に対するバリュエーションから抜け出ていないのが日本の現状である」（長谷川，2004: 10）と指摘する。

Kirihata（1997）は，わが国のVCistsを対象とした質問票調査をもとに，わが国のVCistsは，投資意思決定にあたって重視する情報として，経営陣の経歴や経営陣へのインタビュー等を重視する傾向がうかがえるとしている。また，評価技法については，比較的高い割合で，株価収益率（P/E）マルチプルを活

用している。投資先企業の成長段階ごとの期待内部収益率については，わが国のVCistsの期待利益率は，Wetzel（1997）等の米国の研究成果とほぼ同様の要求利益率水準にあることを指摘している[1]。さらに，新技術投資を志向するVCistsは，同時に成長初期投資を志向する傾向にあり，成長初期投資割合が高ければ高いほど，担当企業数が減少することを指摘する一方，NTBFs投資を志向するVCistsに特有の重視する情報，評価技法については，有意な相関はみられなかったとしている。

5　おわりに

本章では，わが国のVC業界におけるNTBFs投資について，業界の形成過程および現況を概観した。そのうえで，VCistsによる投資意思決定について，VCistsの投資スタイル，技術要因，重視する情報と評価手法の論点をもとに考察した。

わが国のVC業界は，米国の制度等にならい発展した。しかし，NTBFs投資を志向するVCistsについては，KEDが，設立から８年で解散して以降，米国のように業界で一定の地位を得ることは長らくなく，1990年代後半以降，ようやくその存在が認知されるに至っている。NTBFs投資を志向するVCistsが，業界内で一定の地位を得るに至って10数年，NTBFs投資意思決定について，学術的研究およびその実務へのフィードバックの有用性は高まっている。同VCistsが，わが国のVC業界内で一定の地位を得るに至ったという現状からも，わが国のVC業界のコンテクスト（Ray and Turpin, 1993; 秦・上條, 1996; 西澤, 1998; 長谷川, 2004; Kirihata, 2008）を踏まえ，投資意思決定に際して重視する情報，評価手法（Manigart et al., 2000），投資スタイル（Bygrave and Timmons, 1992），技術要因（Baum and Silverman, 2003等）等の多様な視座からの研究が求められているといえよう。

注

1　Wetzel（1997）は，米国のVCistsを念頭に，ベンチャーの成長段階に応じたVCistsの要求利益率として，会社設立前のシードは年率80%，会社設立直後のスタートアップは

年率60%，成長期のファーストステージ，セカンドステージ，サードステージは，年率50%から30%，株式公開直前のブリッジでは年率25%と指摘している（Wetzel, 1997 : 197）。

【参考文献】

Audretsch, D. B. (1995) *Innovation and Industry Evolution*, MIT Press.

Barney, J. B. (1991) "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage," *Journal of Management* 17(1) : 99-120.

Baum, J. A. C. and B. S. Silverman (2004) "Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups," *Journal of Business Venturing* 19(3) : 411-436.

Black, B. S. and R. J. Gilson (1998) "Venture Capital and the Structure of Capital market: Bank versus Stock Market," *Journal of Financial Economics*, 47 : 243-277.

Brealey, R. A. and S. C. Myers (2000) *Principles of Corporate Finance, 6th edition*, Boston, Mass : Irwin/McGraw-Hill.

Bygrave, W. D. and J. A. Timmons (1992) *Venture Capital at the Crossroads*, Boston, Mass: Harvard Business School Press.

Colombo, M. G., T. Luukkonen, P. Mustar, and M. Wright (2010) "Venture capital and high-tech start-ups," *Venture Capital* 12(4) : 261-266.

Gupta, U. eds. (2000) *Done Deals Venture Capitalists tell their stories*, Boston, Mass: Harvard Business School Press.

Hamao, Y. F. Packer, and J. R. Ritter (2000) "Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal* 8 : 529-558.

Hellmann, T., and M. Puri (2002) "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence," *Journal of Finance* 5 : 169-197.

Kirihata, T. (2008) *Venture Capitalist's Investment Decision Making in the New Technology Based Firms in Japan*, Working Paper 93, Graduate School of Economics, Kyoto University, February.

Manigart, S., D. Waele, M. Wright, K. Robbie, P. Desbrieres, H. Sapienza, and A. Beekman (2000) "Venture capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: Comparative Study of the USA, UK, France, Belgium and Holland," *European Financial Management* 6(3) : 389-403.

Manigart, S., K. De Waele, M. Wright, K. Robbie, P. Desbrières, H. J. Sapienza, and A. Beekman (2002) "Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: a Five-Country Study," *Journal of Business Venturing* 17 : 291-312.

OECD (2003) "Science, Technology and Industry Scoreboard," OECD Publication Service.

——— (2008) "Science, Technology and Industry Outlook," OECD Publication Service.

——— (2013) "Entrepreneurship at a Glance 2013," OECD Publication Service.

Pfirrmann, O., U. Wupperfeld, and J. Lerner (1997) *Venture capital and new technology based firms : An US-German comparison*, Physica-Verlag HD.

Ray, D. M., and D. V. Turpin (1993) "Venture capital in Japan." *International Small Business Journal* 11(4) : 39-56.

Wetzel, W. E. Jr. (1997) "Venture Capital," in William D. B. eds., *The Portable MBA In Entrepreneurship, 2nd ed.,* New York, N.Y : J. Wiley : 184-209.

Zacharakis, A. L. and G. D. Meyer (2000) "The potential of actuarial decision models : Can they improve the venture capital investment decision?," *Journal of Business Venturing* 15(4) : 323-346.

オムロン株式会社資料（作成年不明）「京都エンタープライズディベロップメント㈱」。

京都経済同友会（1972）「ベンチャービジネスと企業家精神」。

桐畑哲也編著（2005）『ナノテク革命を勝ち抜く』講談社。

――――（2003）「大学発ベンチャー育成とベンチャーキャピタル 求められるベンチャーキャピタリストの投資先育成能力」『三菱総合研究所所報』第42巻 : 58-78。

財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編（2012）「VC投資動向調査」。

立石一真（1974）『わがベンチャー経営』ダイヤモンドタイムス社。

――――（1975）『創る，育てる』日本経済新聞社。

通商産業省（1996）「ベンチャーキャピタル投資動向調査」。

日経流通新聞（1972）9月6日付。

西澤昭夫（1998）「金融仲介機関としてのベンチャーキャピタルの成立と展開」『研究年報経済学』第60巻第2号 : 163-183。

長谷川博和（2004）「スタートアップ支援型ベンチャーキャピタルの機能」『東海学園大学研究紀要』第9巻 : 145-158。

濱田康行（1996）『日本のベンチャーキャピタル』日本経済新聞社。

秦信行・上条政夫編著（1996）『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社。

――――・東出浩教（2000）「ベンチャーファイナンスの現状とVCの役割」松田修一監修・早稲田大学アントレプレヌール研究会編『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社，136-166。